

アメリカの取締役会会長の独立性を巡る改革の推移と現状

Reform of the Independence of Board Chairs in the U.S. Corporations

経済学研究科経済学専攻博士後期課程在学

村田 大 学

Daigaku Murata

はじめに

アメリカでは、取締役会会長を兼任する CEO への権力集中は、強力なリーダーシップの発揮と取締役会の監督機能の形骸化という相反する結果をもたらさうる諸刃の剣（double-edged sword）であると議論されてきた。しかし、企業統治制度の実効性を確保するには、取締役会の独立性の向上が不可欠である。このような中で、アメリカでは、上述した会長兼 CEO の二面性を踏まえ、独特の改革が展開されてきた。しかし、我が国では、この改革の動向、とりわけ会長の独立性を巡る実態面の変化については十分に考察されていない。

本研究の目的は、アメリカの取締役会会長の独立性を巡る実態面の変化を究明することである。具体的には、以下の 2 つの問いを検証することが目的である。

- ① 会長と CEO の分離は以前よりどの程度進展しているのか。またその背景にはどのような要因があるのか。
- ② 2000 年以降新たに設置が進む議長取締役（presiding director）および筆頭取締役（lead director）は会長の独立性を巡る改革とどのような関係にあるのか。

以上の 2 つの問いの検証においては、規制の分析だけでは不十分であり、長年アメリカの企業統治において大きな影響力を及ぼしてきたステークホルダーの会長兼 CEO に関する立場を分析することが必要である。

I. アメリカにおける取締役会会長の独立性を巡る議論の動向

本研究の目的は、あくまでアメリカの取締役会会長の独立性を巡る実態面の変化を究明することである。しかし、会長と CEO の兼任ならびに分離の問題は、アメリカの企業統治論において長年最も議論されてきたテーマの 1 つである¹。わが国では、このアメリカにおける議論の動向はほとんど紹介されていないため、ここでこの議論の動向を若干レビューすることとする。

1980 年代後半までは、取締役会に関する企業統治研究の主な関心は、社外取締役の比率を中心とする取締役会の構成にあった²。しかし、1990 年代以降は、会長と CEO の兼任は「CEO 兼職（CEO

duality)」とも称され、取締役会の構成と同等に企業統治上の重要な問題として扱われるようになった³。

とはいえ、先行研究では、CEO 兼職には、取締役会の監督機能の形骸化のリスクという否定的な側面と同時に、より強力なリーダーシップを発揮しやすくなるという肯定的な側面があることが指摘されてきた⁴。

まず、会長兼 CEO には企業統治の形骸化のリスクがあるとの主張は、エージェンシー理論 (agency theory) に基づいたものである。この理論は、株主を本人 (principal)、経営者や取締役などの企業の構成員を株主の代理人 (agent) と位置付けることに特徴がある⁵。企業の経営者、取締役、そのほかの従業員等の権限は、株主から委託 (delegate) されたものであり、本来経営者や取締役は株主のためにその権限を行使しなければならない。しかしながら、株式が高度に分散した大規模株式会社においては所有と支配が分離しており、また経営者は必ずしも株主の利益を重視した行動をとるとは限らない。したがって、エージェンシー理論に立脚すれば、会長と CEO は分離されるのが望ましいということになる。

他方、CEO 兼職は、権力の集中する会長兼 CEO がより強力なリーダーシップを発揮できるようになるため、経営の効率を高める上では望ましいとの主張もある。この主張は、組織論・戦略論に基づく立場などと称され⁶、命令一元化の原則 (unity of command) やスチュワードシップ理論 (stewardship theory) などを根拠としている⁷。スチュワードシップ理論は、人間は自己の物的・生物的欲求よりも自身が所属する組織の目標達成の方を優先するとの前提から、経営者は株主と対立するよりもむしろ株主の「給仕 (steward)」として行動する傾向があることに特徴がある。そのため、経営者の権限を奪うよりも、会長を兼任させより強力な権限と裁量を与えた方が、株主にとってもその他のステークホルダーにとっても望ましいとされる⁸。

上述した CEO 兼職の二面性については、数多くの研究で検証が試みられてきたが⁹、会長と CEO の分離と兼任の是非を巡っては未だ統一の見解は見られない。加えて、CEO 兼職がもたらす結果は、企業統治の観点からも経営効率の観点からも、様々な条件によって少なからず変化すると思われる。実際、このような観点から、近年は会長と CEO の有効性を左右する諸条件の解明を目的とした研究も増えてきている¹⁰。

なお、アメリカでは、会長と CEO の分離の進展や議長取締役ないし筆頭取締役の導入状況については豊富なデータが公表されてきた。しかし、この実態面の変化に影響を及ぼした各種ステークホルダーの主張の詳細については、アメリカにおいても十分整理・検討されていない現状にある。

ここで本論に入る前の最後に、日本ではあまり知られていない議長取締役と筆頭取締役の概念を整理しておく。議長取締役とは、非業務執行取締役のみないし独立取締役のみが出席する会合 (通称エグゼクティブ・セッション) で議長を務める取締役のことである¹¹。これに対し、筆頭取締役とは、エグゼクティブ・セッションの議長に加えて、独立取締役のリーダーとして会長との連絡、エグゼク

ティブ・セッションの招集、取締役会の会合の議題の承認、などの権限を有する取締役のことである¹²。このように、筆頭取締役には、議長取締役よりも大きな権限が割り当てられているという違いがみられる。

II. 各ステークホルダー間の会長と CEO の分離を巡る立場の違い

1. 企業側の立場

企業側は、唯一のリーダーが経営を行うことこそが企業の経営効率を高める上で重要であるとの考えから、会長と CEO を分離することに未だ懐疑的である。ビジネス・ラウンドテーブルは、1997 年に発表した企業統治に関する声明の中で、ビジネス・ラウンドテーブルのメンバーのほとんどは、会長兼 CEO がより効果的な組織をもたらすこと、それゆえに会長兼 CEO を継続すべきであることを信じていると述べている¹³。また、インスティテューショナル・シェアホルダー・サービシーズ (Institutional Shareholder Services, Inc.、以下 ISS という) がアメリカを中心とする機関投資家と上場企業を対象に実施した調査によれば、2011 年時点で会長と CEO を分離すべきであるとの回答率は、機関投資家 (アメリカ出身は 63%) では 7 割であったのに対し、上場企業 (同 81%) では 11% であった¹⁴。

2. 機関投資家の立場—公的年金基金を中心に—

アメリカでは、近年、会長と CEO の分離を要求する株主提案が増えてきている。フォーチュン 200 社において提出された会長と CEO の分離を求める株主提案の数は、2011 年から 2012 年にかけて 2 倍に増加しており、一社当たり平均で 0.17 件に上るといふ¹⁵。なお、フォーチュン 250 社のうち 94 社を対象とした調査によれば、会長と CEO の分離を求める株主提案の多くは、①物言う株主として有名な 4 人の投資家ないしその家族、および②米国労働総同盟産業別組合会議 (American Federation of Labor-Congress of Industrial Organizations) や米国州郡市町村職員連盟 (The American Federation of State, County, and Municipal Employees (AFSCME)) などの労働組合系のファンドのいずれかによって出されたものであった¹⁶。とはいえ、2013 年全体では会長と CEO の分離を求める株主提案は 33 件あったが、そのうち過半数の賛成を取り付けたのは 1 件だけであった¹⁷。

これに対し、アメリカの企業統治において、長年重要な役割を果たしてきた公的年金基金の間では、会長と CEO の兼任を条件付きで良しとする機関がほとんどである。主な公的年金基金は、会長と CEO の分離を無条件に是とする機関も一部ではみられるが、全体的には企業は「会長と CEO を分離する、さもなければ議長取締役または筆頭取締役のいずれかを設置する」べきであるとする機関の方が多い。

筆者は、①ニューヨーク州職員退職年金基金 (New York State Common Retirement Fund)、②カリフォルニア州教職員退職年金基金 (California State Teachers' Retirement System、略称: カルスターズ (CalSTRS))、③アメリカ教職員保険年金協会・大学退職年金基金 (Teachers Insurance

and Annuity Association—College Retirement Equities Fund、略称：TIAA-CREF)、④カリフォルニア州職員退職年金基金(The California Public Employees' Retirement System、略称：カルパース(CalPERS))、⑤コネティカット州公務員年金基金(The State of Connecticut Retirement Plans & Trust Funds)のそれぞれの会長兼CEOを巡る立場を調査した。

その結果、カルスターズを除く4つの年金基金が、会長とCEOを分離する、ないし会長は独立取締役によって担当されるのが望ましいとしながらも、筆頭取締役ないし議長取締役が設置されている場合には(ただしこれが唯一の条件とは限らない)、その限りではないとの立場を表明していた。まず、カルパースは会長は原則独立取締役によって担当されるべきであるが、そうでないことが株主の最善の利益であり、なおかつカルパースが規定する強力な権限を備えた筆頭独立取締役が設置されている場合には、会長はむしろCEOによって兼任されるべきであるとしている¹⁸。

次に、コネティカット州公務員年金基金は、会長は原則独立取締役によって担当され、会長とCEOは分離されるべきではあるものの、CEOが会長を兼任する場合には筆頭独立取締役が設置されるべきであるとしている¹⁹。同様に、ニューヨーク州職員退職年金基金も、会長は原則独立取締役によって担当され、会長とCEOは分離されるべきではあるものの、CEOが会長を兼任する場合には筆頭取締役ないし議長取締役が設置されるべきであるとしている²⁰。また、TIAA-CREFも、会長とCEOの分離または筆頭独立取締役の指名が適切であるとしている²¹。

これに対し、カルスターズは、筆頭取締役ないし議長取締役の設置の有無について述べることなく、独立取締役が会長を務めること、および非業務執行取締役が会長を務めることを要求する株主提案を支持するとしている。さらに、非業務執行取締役が会長を務めることに関しては時にはカルスターズ自身がその提案を行うことがあるとまで述べている²²。このように、カルスターズは、筆頭取締役ないし議長取締役の設置の有無に関係なく、強く会長とCEOの分離が望ましいとの立場をとっている。

3. 議決権行使助言会社の立場

議決権行使助言会社の会長の独立性を巡る立場に関して、筆者はISSとグラス・ルイス(Glass, Lewis & Co., LLC)の議決権行使助言基準を調査した。その結果、両社は会長とCEOの分離は兼任よりも望ましいとする点では共通していた²³。とはいえ、ISSとグラス・ルイスの会長の独立性を巡る立場には、相違点も見られた。

まず、ISSは、以下のような複数の厳しい条件を全て満たさない限り、会長を独立取締役とする株主提案には通常賛成票を投じるとしている。それらは、筆頭取締役の設置、自主的な企業統治ガイドラインの策定、主要取締役会内委員会の独立性の確保、十分な株主配当の確保のほか、独立取締役の比率を2/3以上とすること、ISSが規定する7つの職務全てを筆頭取締役の職務とすること、などである²⁴。なお、この7つの職務には、エグゼクティブ・セッションの議長、会長と独立取締役間の連絡役(liaison)、取締役会の会合の議題の承認、などが含まれる。

アメリカの取締役会会長の独立性を巡る改革の推移と現状

これに対し、グラス・ルイスは、会長兼 CEO に反対票を投じるよう、自ら勧めることはせず、あくまでその他の株主から分離の提案があった場合のみ、その是非を検討して兼任ないし分離の推奨を行うとしているにとどまっている。このように、グラス・ルイスは、ISS とは異なり、反対票を投じる条件を明確に規定しているわけではない²⁵。もつとも、ISS とは異なり、グラス・ルイスは会長と CEO の兼任・分離に関係なく、筆頭取締役の設置を求めている²⁶。

4. 三大格付け会社の立場

主な格付け会社の会長の独立性を巡る姿勢を見ても、機関投資家や議決権行使助言会社で多く見られる、「会長と CEO を分離せよ、さもなければ議長取締役または筆頭取締役のいずれかを設置せよ」という二者択一を是とする見方が一般的であるように思われる。

ムーディーズ (Moody's Investors Service) は、格付けの参考資料と企業統治に関する意見表明を目的に、これまで北米の一部の企業を対象に「企業統治評価 (Corporate Governance Assessments)」を公表してきた²⁷。そして、この「企業統治評価」の中で、①独立取締役が会長を務めること、および②筆頭取締役が設置されていることは、高評価の対象とされてきた²⁸。

また、スタンダード・アンド・プアーズ (Standard & Poor's) は、2011 年時点まで、格付けの評価とは無関係ではあるものの²⁹、独自の基準に基づいてアメリカ企業の企業統治の評価を公表してきた。その評価基準の中に、会長と CEO の分離、および筆頭取締役ないし議長取締役の設置が含まれていた³⁰。

そのほかに、フィッチ・レーティングス (Fitch Ratings) は、上場企業の格付けにおいては、上場規則や法律などで定められている企業統治に関する規定を遵守しているかどうかを判断材料になっている³¹。後述するように、アメリカのニューヨーク証券取引所 (New York Stock Exchange、以下 NYSE という) や証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission、以下 SEC という) は上場企業に対し会長と CEO の分離または兼任の理由の説明、会長兼 CEO が設置されている場合の議長取締役の設置、筆頭取締役の設置の有無の説明、などを求めている。このことから、フィッチ・レーティングスは、会長と CEO の兼任の際には筆頭取締役ないし議長取締役の設置の有無を、アメリカ企業の格付けの判断材料の 1 つとしていることが伺える。

このように、アメリカでは、企業側はともかく、企業統治において重要な役割を果たしてきた機関投資家、議決権行使助言会社、格付け会社のほとんどが、会長と CEO の分離を無条件に求めている現状にある。そして、これらのステークホルダーの間では、「会長と CEO を分離せよ、さもなければ筆頭取締役ないし議長取締役を設置せよ」との二者択一の要求を企業に求めるという共通の姿勢がみられる。

本研究のこれまでの分析から、アメリカの企業統治の主な主体の間で以下の 2 つの認識が、共有されていることは明らかである。

- ① 会長と CEO の兼任は権力の一極集中による企業統治の形骸化をもたらすリスクがあり、会長と CEO は原則分離されるべきである。
- ② 筆頭取締役ないし議長取締役を設置することで、会長兼 CEO の権力の一極集中による企業統治の形骸化のリスクを低減することは可能である。

とはいえ、筆頭取締役ないし議長取締役の設置により、会長兼 CEO のメリットをどの程度享受することができ、また、同時に取締役会の監督機能の実効性をどの程度確保することができるのかについての検証は十分になされておらず、その検証は今後の課題である。

III. 取締役会会長の独立性を巡る改革の推移と現状

1. 政府や証券取引所の立場：規制改革の推移と現状

次節以降で詳述するように、議長取締役がアメリカ企業の間で広まったのは、2000年代初頭の大規模不祥事の発生を背景に、その設置に関する規定が NYSE の上場規則の中に設けられた 2004 年の改正以降である。この改正では、非業務執行取締役のみが出席する会合の定期的な開催が義務付けられ、非業務執行取締役がこれら全てのエグゼクティブ・セッションで議長取締役として議長を務めなければならないとされた³²。

その後、2008年に発生した世界金融危機はアメリカの企業統治制度の限界を新たに露呈させた。このような中で、アメリカでは、①会長と CEO の兼任ないし分離の理由、および②会長兼 CEO がいる場合での議長取締役または筆頭取締役の設置の有無についての情報開示が上場企業に対して義務付けられてきた。

2009年12月、SECは、上場企業に対し、委任状説明書において①会長と CEO を兼任しているかまたは分離しているかの現状、そして②CEO ないしその他の主な業務執行担当者（principal executive officer）が会長を兼任している場合には、筆頭取締役の設置の有無、理由、ならびにその役割を情報開示することを義務付けた³³。

この SEC の規則は 2010 年 2 月に施行したが、その内容が法律に成文化されたのは 2010 年 7 月に制定されたドッド・フランク法においてである。ドッド・フランク法では、その 972 条において、SEC に対し上場企業の委任状説明書に会長と CEO（ないしこれに相当する地位）の兼任ないし分離の理由の明記を義務付ける規則の発行が義務付けられた。

以上の規制改革の内容は、アメリカの企業統治の主な主体の間で、議長取締役または筆頭取締役の設置を CEO が会長を兼任する条件とするとの考え方が共有されていることから少なからず影響を受けていると思われる。とはいえ、これらの規制改革は会長と CEO の分離を義務付けるものではなく、アメリカにはこれを義務付ける法規制が存在しない現状にある。

2. 取締役会会長の独立性の推移と現状：実態面の変化

アメリカでは、会長と CEO の分離を義務付ける法規制が存在しないものの、会長と CEO の分離が以前と比べ大きく進展してきた。表 1 は、S&P500 社における会長の内訳の推移を示したものである。

表 1：S&P500 社の取締役会会長の内訳の推移（2002 年までは隔年）（単位：％）

内訳	会計年度													
	98	00	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13
CEO	84	77	75	77	74	71	67	65	61	63	61	58	57	55
CEO 以外の 非独立取締役	16	23	25	23	17	20	23	22	23	21	20	21	20	20
独立取締役	—	—	—	—	9	9	10	13	16	16	19	21	23	25

注：—は N.A.

出典：Korn/Ferry Institute & National Association of Corporate Directors (2013) *Annual Survey of Board Leadership 2013 Edition*, viewed 13 June 2014, <http://www.kornferryinstitute.com/sites/all/files/documents/briefings-magazine-download/KF%20NACD%20Annual%20Survey%20of%20Board%20Leadership%202013%200.pdf>, pp.14-15; Spencer Stuart (2012) *Spencer Stuart Board Index 2012*, viewed 5 June 2014, http://content.spencerstuart.com/sswebsite/pdf/lib/Spencer-Stuart-US-Board-Index-2012_06Nov2012.pdf, p.24; Spencer Stuart (2013) *Spencer Stuart Board Index 2013*, viewed 5 June 2014, https://www.spencerstuart.com/~media/PDF%20Files/Research%20and%20Insight%20PDFs/SS-BI-2013_01Nov2013.pdf, p.21, のデータを基に筆者作成。

会長兼 CEO の比率は 1998 年の 84%以降一貫して低下傾向にあり、15 年後の 2013 年には 55%と全体の半数程度にまで低下している。CEO 以外の非独立取締役が会長を兼任する比率は、同期間に 20%前後を上下しながら今日までそれほど大きな変化は見られない。これに対し、独立取締役³⁴が取締役会会長を務めるケースは 2004 年から 2013 年までの 10 年間で 9%から 25%へと約 3 倍にまで増加している。

しかし、会長と CEO を分離する企業は増加傾向にあるものの、CEO が会長を兼任している企業も未だ過半数に上っている。このことは、前節までで考察したように、企業側が会長と CEO の分離に反対していることや、アメリカの企業統治の主体が「会長と CEO の分離は理想であるものの、筆頭取締役の設置により会長兼 CEO の権力の暴走をある程度抑止できる」という認識を共有してきたことなどが、少なからず影響していると思われる。

実際、会長兼 CEO が設置されている企業においては、議長取締役ないし筆頭取締役が設置されているのが一般的である。2011 年時点で、S&P500 社のうち会長兼 CEO のいる企業とそうでない企業の筆頭取締役の設置率は、会長兼 CEO のいる企業が 94%であったのに対し、会長と CEO が分離している企業は 37%と圧倒的に少ない現状にある³⁵。

IV. 議長取締役から筆頭取締役への移行

先述したように、アメリカでは、2000年代以降、会長兼CEOの代替案として議長取締役ないし筆頭取締役の設置を要求する動きが高まってきている。しかしながら、筆頭取締役はあくまで議長取締役の発展形であり、これらが導入され始めた2000年代初頭には、筆頭取締役ではなく議長取締役を設置する企業の方が多かった(表2)。

表2：S&P500社における筆頭取締役または議長取締役の設置率の推移 (単位：%)

年	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
筆頭または議長	36	85	94	96	94	95	95	92	92	92	90
筆頭	N.A.	28	32	36	40	41	46	52	54	58	61
議長	N.A.	72	68	64	60	59	54	48	46	42	39

出所：Spencer Stuartの歴代の*Spencer Stuart Board Index*のデータを基に筆者作成。

議長取締役がアメリカ企業の間で広まったのは、2000年代初頭の大規模不祥事の発生を背景に、その設置に関する規定がNYSEの上場規則の中に設けられた2004年以降である。S&P500社における筆頭取締役または議長取締役の設置率は、2003年時点で36%であったのに対し、その翌年には85%にまで上昇している。そして、2004年に設置されていた筆頭または議長取締役のうち、筆頭取締役は28%と少ないのに対し、ほとんどは72%の議長取締役であった。

筆頭取締役の設置率が議長取締役の設置率を上回り始めたのは、2010年前後と極めて最近のことである。これは、企業統治制度の実効性を確保する上で、議長取締役では不十分であるとの見方が一部の有力な機関投資家や議決権行使助言会社などの間で増えてきたためではないかと思われる。また、アメリカでは2008年のリーマン・ショック以降、企業統治改革に対する関心が改めて高まってきたことも、影響していると思われる。

実際に、先述したISSの議決権行使助言基準では、会長とCEOの兼任においては、議長取締役ではなく、議長以外にも多くの権限を備えた筆頭取締役の設置が強く要求されている。また、先述した2009年のSEC規則の中では、会長兼CEOを設置するに当たっては、議長取締役ではなく「筆頭独立取締役(lead independent director)」の設置が求められていた。TIAA-CREFとコネティカット州公務員年金基金は会長とCEOの兼任においては、この「筆頭独立取締役」という用語を用いて筆頭取締役の設置を強く求めている³⁶。

おわりに

本研究の目的は、以下の2つの問いを検証し、アメリカの取締役会会長の独立性を巡る実態面の変化を究明することであった。

- ① 会長と CEO の分離は以前よりどの程度進展しているのか。またその背景にはどのような要因があるのか。
- ② 2000 年以降新たに設置が進む議長取締役および筆頭取締役は会長の独立性を巡る改革とどのような関係にあるのか。

まず、第1の問いに関して、先行研究では、会長と CEO の兼任には、権力の一極集中による企業統治機能の形骸化のリスクと経営効率の向上という相反する二側面があることが議論されてきた。この経営効率の向上の側面を理由に、会長兼 CEO の分離に慎重なのが企業側である。これに対し、アメリカの企業統治において重要な役割を果たしてきた機関投資家や議決権行使助言会社、格付け機関などは、「会長と CEO を分離せよ、さもなくば筆頭取締役ないし議長取締役を設置せよ」という二者択一の要求を企業に求めるのが一般的である。このように、会長と CEO の兼任・分離を巡っては立場が分かれており、アメリカでは、会長と CEO の分離や筆頭取締役の設置を義務付ける規制は存在しない現状にある。

しかしながら、企業における会長の独立性を巡る実態面の動向を分析する限りでは、機関投資家や議決権行使助言会社、格付け機関などが主張する①会長と CEO を分離する、もしくは②筆頭取締役ないし議長取締役を設置する、のいずれかの状態にある企業がほとんどである。また、議長取締役から筆頭取締役への移行も確認でき、このことは前者ではなく後者の設置を要求する機関投資家や議決権行使助言会社が増加してきていることとも無関係ではないであろう。

次に、第2の問いに関して、議長取締役と筆頭取締役は、会長と CEO の分離の代替案、会長兼 CEO の条件として 2000 年代以降普及したものである。かつては議長取締役の方が筆頭取締役よりも設置している企業が多かったものの、近年は、筆頭取締役の方が大半を占めるようになってきている。

本研究全体の考察から、アメリカにおける会長と CEO の独立性を巡る実態は、「会長と CEO を分離する、ないし会長兼 CEO のいる場合には筆頭取締役または議長取締役を設置する」という様相で推移してきていることは明白である。

しかし、筆頭取締役ないし議長取締役の設置により、会長兼 CEO のメリットをどの程度享受することができ、また、同時に取締役会のガバナンス機能の実効性をどの程度確保することができるのかについての検証は十分になされていない。わが国の企業統治改革においても、アメリカの改革は大きく参考とされてきたのであり、筆頭取締役と議長取締役の有効性を巡る検証は、日米双方の今後の課題であるといえよう。

注

- ¹ Tonello, M. (2011) *Separation of Chair and CEO Roles*, The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, viewed 1 April 2014, <https://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2011/09/01/separation-of-chair-and-ceo-roles/>.
- ² Dalton, D. R. & Kesner, I. F. (1987) "Composition and CEO Duality in Boards of Directors: An International Perspective," *Journal of International Business Studies*, Vol.18, No.3, pp.35-36.
- ³ Daily, C. M. & Dalton, D. R. (1994) "Corporate Governance and the Bankrupt Firm: An Empirical Assessment," *Strategic Management Journal*, Vol. 15, Issue 8, p.643.
- ⁴ e.g. Finkelstein, S. & D'Aveni, R. A. (1994) "CEO Duality as a Double-Edged Sword: How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command," *The Academy of Management Journal*, Vol.37, No.5, pp.1079-1108; Harris, D. & Helfat, C. E. (1998) "CEO Duality, Succession, Capabilities and Agency Theory: Commentary and Research Agenda," *Strategic Management Journal*, Vol.19, Issue 9, pp.901-904; Tonello, 2011, op. cit.; Krause, R. & Semadeni, M. (2013) "Apprentice, Departure, and Demotion: An Examination of the Three Types of CEO-Board Chair Separation," *Academy of Management Journal*, Vol.56, No.3, pp.805-826; Krause, R., Semadeni, M., & Cannella, Jr., A. A. (2013) "CEO Duality: A Review and Research Agenda," *Journal of Management*, Vol. XX, No. X., pp.1-31, viewed 27 June 2014, DOI: 10.1177/0149206313503013.
- ⁵ Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp.305-360.
- ⁶ Finkelstein & D'Aveni, op. cit.; Krause & Semadeni, op. cit.
- ⁷ Krause et al., op. cit.
- ⁸ Davis, J.H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997) "Toward a Stewardship Theory of Management," *The Academy of Management Review*, Vol. 22, No. 1, p.26.
- ⁹ クラウスらは、CEO兼職の効果について検証した48件の先行研究をレビューしている(Krause et al., op. cit.)。
- ¹⁰ Ibid.
- ¹¹ New York Stock Exchange (2004) *Section 303A Corporate Governance Rules*, viewed 7 June 2014, http://www.nyse.com/pdfs/section303A_final_rules.pdf.
- ¹² e.g., Korn/Ferry Institute & National Association of Corporate Directors (2013) *Annual Survey of Board Leadership 2013 Edition*, viewed 13 June 2014, http://www.kornferryinstitute.com/sites/all/files/documents/briefings-magazine-download/KF%20NACD%20Annual%20Survey%20of%20Board%20Leadership%202013_0.pdf, p.12; Institutional Shareholder Services [以下、ISSという] (2014) *2014 U.S. Proxy Voting Summary Guidelines*, viewed 2 May 2014, http://www.issgovernance.com/file/2014_Policies/ISSUSSummaryGuidelines2014Jan31.pdf, pp.19-20.
- ¹³ The Business Roundtable (1997) *Statement on Corporate Governance*, viewed 27 April 2014, <http://www.ecgi.org/codes/documents/businessroundtable.pdf>, p.13.
- ¹⁴ ISS (2011) *2011-2012 Policy Survey Summary of Results*, viewed 7 June 2014, <http://www.issgovernance.com/file/files/PolicySurveyResults2011.pdf>, p.16.
- ¹⁵ 2012年の値は、フォーチュン200社中178社におけるデータである。なお、2012年の平均株主提案数は、1.43件であった。Copland J. R., Feyman, Y., & O'Keefe, M (2012) *Proxy Monitor Report: A Report on Corporate Governance and Shareholder Activism*, Proxy Monitor, viewed 26 June 2014, http://www.proxymonitor.org/forms/pmr_04.aspx#notes.
- ¹⁶ *Proxy Monitor 2013 Finding 1: Watching the 2013 Proxy Season*, Proxy Monitor, viewed 26 June 2014, <http://www.proxymonitor.org/forms/2013Finding1.aspx#notes>.
- ¹⁷ *Proxy Monitor 2013 Finding 5: 2013 Proxy Season Review*, Proxy Monitor, viewed 26 June 2014, <http://www.proxymonitor.org/forms/2013Finding5.aspx>.
- ¹⁸ The California Public Employees' Retirement System (2011) *Global Principles of Accountable Corporate Governance*, viewed 25 April 2014, <http://www.calpers-governance.org/docs-sof/principles/2011-11-14-global-principles-of-accountable-corp-gov.pdf>, p.8.
- ¹⁹ The State of Connecticut Retirement Plans & Trust Funds (2013) *Investment Policy Statement: Appendix B, Section I-Domestic Proxy Voting Policies*, viewed 25 April 2014, <http://www.state.ct.us/ott/pensiondocs/IPStatement.pdf>, p.10.
- ²⁰ New York State Common Retirement Fund (2011) *Proxy Voting Guidelines*, viewed 25 April 2014, <http://www.osc.state.ny.us/pension/proxvotingguidelines.pdf>, pp.14-15.
- ²¹ Teachers Insurance and Annuity Association - College Retirement Equities Fund [以下、TIAA-CREFという] (2011) *TIAA-CREF Policy Statement on Corporate Governance 6th Edition*, viewed 25 April 2014, https://www.tiaa-cref.org/public/pdf/pdf/governance_policy1.pdf, p.18.
- ²² California State Teachers' Retirement System (2011) *California State Teachers' Retirement System Corporate Governance Principles*, viewed 25 April 2014,

http://www.calstrs.com/sites/main/files/file-attachments/corporate_governance_principles_1.pdf, p.2.

²³ ISS (2014) *2014 U.S. Proxy Voting Summary Guidelines*, viewed 2 May 2014,

http://www.issgovernance.com/file/2014_Policies/ISSUSSummaryGuidelines2014Jan31.pdf, p.10; Glass, Lewis & Co., LLC (2014) *Proxy Paper Guidelines (United States): 2014 Proxy Season*, viewed 2 May 2014, http://www.glasslewis.com/assets/uploads/2013/12/2014_GUIDELINES_United_States3.pdf, p.5.

²⁴ ISS, 2014, op. cit., pp.19-20.

²⁵ Glass, Lewis & Co., LLC, op. cit., p.6.

²⁶ Ibid, pp.5-13.

²⁷ Moody's Investors Service (2003) *U.S. and Canadian Corporate Governance Assessment*, viewed 12 June 2014,

<https://www.moody.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/2002000000425793.pdf>, p.1.

²⁸ Moody's Investors Service (2006) *Board Leadership: A Positive View on Non-executive Chairs and Lead Directors*, viewed 12 June 2014,

<https://www.moody.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/2005700000434913.pdf>, p.3.

²⁹ Taub, S. *S&P Stops Issuing Governance Scores*, CFO.com, viewed 12 June 2014,

<http://ww2.cfo.com/risk-compliance/2005/09/sp-stops-issuing-governance-scores/>.

³⁰ Standard & Poor's (2008) Criteria: GAMMA Scores, viewed 12 June 2014,

http://www.standardandpoors.com/servlet/BlobServer?blobheadername3=MDT-Type&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobheadervalue2=inline%3B+filename%3DGAMMA_Criteria_3%2C0.pdf&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobkey=id&blobheadername1=content-type&blobwhere=1243620956395&blobheadervalue3=UTF-8, p.10.

³¹ Fitch Ratings (2012) *Evaluating Corporate Governance*, viewed 12 June 2014,

http://www.fitchratings.co.jp/ja/images/RC_20121212_Evaluating%20Corporate%20Governance_EN.pdf, p.3.

³² Kohl, R. L. & Field, S. M. (2003) "SEC Approves New NYSE and Nasdaq Corporate Governance Standards," *Insight: The Corporate and Securities Law Advisor*, Vol. 17, No.12, viewed 7 June 2014,

http://www.kattenlaw.com/files/21517_SEC%20Approves%20New%20NYSE%20and%20Nasdaq%20Corporate.pdf; New York Stock Exchange (2004) *Section 303A Corporate Governance Rules*, viewed 7 June 2014, http://www.nyse.com/pdfs/section303A_final_rules.pdf.

³³ SEC は、この規則において、筆頭取締役を「筆頭独立取締役 (lead independent director)」と称している。SEC (2009) *SEC Approves Enhanced Disclosure about Risk, Compensation and Corporate Governance*, viewed 1 April 2014,

<https://www.sec.gov/news/press/2009/2009-268.htm>, p.43.

³⁴ 表 1 を作成する際に用いたコーン・フェリー・インスティテュート (Korn/Ferry Institute) と全米取締役協会 (National Association of Corporate Directors) の報告書では、「非業務執行会長 (non-executive chairman)」と表記されているものの、これらは全員独立取締役である。したがって、たとえ現在は非業務執行会長であっても、その人物が元従業員ないし元業務執行担当者であれば、この人物は業務執行会長に分類される (Korn/Ferry Institute & National Association of Corporate Directors, op. cit., p.9)。

³⁵ Ibid., p.21.

³⁶ TIAA-CREF, op. cit., p.18.

参考文献

California State Teachers' Retirement System (2011) *California State Teachers' Retirement System Corporate Governance Principles*, viewed 25 April 2014,

http://www.calstrs.com/sites/main/files/file-attachments/corporate_governance_principles_1.pdf.

Dalton, D. R. & Kesner, I. F. (1987) "Composition and CEO Duality in Boards of Directors: An International Perspective," *Journal of International Business Studies*, Vol. 18, No. 3, pp. 33-42.

Daily, C. M. & Dalton, D. R. (1994) "Corporate Governance and the Bankrupt Firm: An Empirical Assessment," *Strategic Management Journal* Vol. 15, No. 8, pp. 643-654.

Davis, J.H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997) "Toward a Stewardship Theory of Management," *The Academy of Management Review*, Vol. 22, No. 1, pp.20-47.

Fama, E.F. & Jensen, M. C. (1983) "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics* Vol. 26, No. 2, pp. 301-325.

Finkelstein, S. & D'Aveni, R. A. (1994) "CEO Duality as a Double-Edged Sword: How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command," *The Academy of Management Journal*, Vol. 37,

- No. 5, pp. 1079-1108.
- Fitch Ratings (2012) *Evaluating Corporate Governance*, viewed 12 June 2014, http://www.fitchratings.co.jp/ja/images/RC_20121212_Evaluating%20Corporate%20Governance_EN.pdf.
- Glass, Lewis & Co., LLC (2014) *Proxy Paper Guidelines (United States): 2014 Proxy Season*, viewed 2 May 2014, http://www.glasslewis.com/assets/uploads/2013/12/2014_GUIDELINES_United_States3.pdf.
- Harris, D. & Helfat, C. E. (1998) "CEO Duality, Succession, Capabilities and Agency Theory: Commentary and Research Agenda," *Strategic Management Journal* Vol. 19, No. 9, pp. 901-904.
- Harrison, J. R., Torres, D. L., & Kukalis, S. (1988) "The Changing of the Guard: Turnover and Structural Change in the Top-Management Positions," *Administrative Science Quarterly* Vol. 33, No. 2, pp. 211-232.
- Institutional Shareholder Services (2011) *2011-2012 Policy Survey Summary of Results*, viewed 7 June 2014, <http://www.issgovernance.com/file/files/PolicySurveyResults2011.pdf>.
- Institutional Shareholder Services (2014) *2014 U.S. Proxy Voting Summary Guidelines*, viewed 2 May 2014, http://www.issgovernance.com/file/2014_Policies/ISSUSummaryGuidelines2014Jan31.pdf.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.
- Kohl, R. L. & Field, S. M. (2003) "SEC Approves New NYSE and Nasdaq Corporate Governance Standards," *Insight: The Corporate and Securities Law Advisor*, Vol. 17, No. 12, viewed 7 June 2014, http://www.kattenlaw.com/files/21517_SEC%20Approves%20New%20NYSE%20and%20Nasdaq%20Corporate.pdf.
- Korn/Ferry Institute & National Association of Corporate Directors (2013) *Annual Survey of Board Leadership 2013 Edition*, viewed 13 June 2014, http://www.kornferryinstitute.com/sites/all/files/documents/briefings-magazine-download/KF%20NACD%20Annual%20Survey%20of%20Board%20Leadership%202013_0.pdf.
- Krause, R. & Semadeni, M. (2013) "Apprentice, Departure, and Demotion: An Examination of the Three Types of CEO-Board Chair Separation," *Academy of Management Journal*, Vol. 56, No. 3, pp. 805-826.
- Krause, R., Semadeni, M., & Cannella, Jr., A. A. (2013) "CEO Duality: A Review and Research Agenda," *Journal of Management*, Vol. XX, No. X, pp. 1-31, viewed 27 June 2014, DOI: 10.1177/0149206313503013.
- Moody's Investors Service (2003) *U.S. and Canadian Corporate Governance Assessment*, viewed 12 June 2014, <https://www.moody.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/2002000000425793.pdf>.
- Moody's Investors Service (2006) *Board Leadership: A Positive View on Non-executive Chairs and Lead Directors*, viewed 12 June 2014, <https://www.moody.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/2005700000434913.pdf>.
- New York State Common Retirement Fund (2011) *Proxy Voting Guidelines*, viewed 25 April 2014, <http://www.osc.state.ny.us/pension/proxyvotingguidelines.pdf>.
- New York Stock Exchange (2004) *Section 303A Corporate Governance Rules*, viewed 7 June 2014, http://www.nyse.com/pdfs/section303A_final_rules.pdf.
- Rechner, P.L. & Dalton, D. R. (1991) "CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis," *Strategic Management Journal*, Vol. 12, No. 2, pp. 155-160.
- Spencer Stuart (2009) *Spencer Stuart Board Index 2009*, viewed 5 June 2014, <http://content.spencerstuart.com/sswebsite/pdf/lib/SSBI2009.pdf>.
- Spencer Stuart (2010) *Spencer Stuart Board Index 2010*, viewed 5 June 2014, <https://content.spencerstuart.com/sswebsite/pdf/lib/SSBI2010.pdf>.
- Spencer Stuart (2011) *Spencer Stuart Board Index 2011*, viewed 5 June 2014, http://content.spencerstuart.com/sswebsite/pdf/lib/SSBI_2011_final.pdf.
- Spencer Stuart (2012) *Spencer Stuart Board Index 2012*, viewed 5 June 2014, http://content.spencerstuart.com/sswebsite/pdf/lib/Spencer-Stuart-US-Board-Index-2012_06Nov2012.pdf.
- Spencer Stuart (2013) *Spencer Stuart Board Index 2013*, viewed 5 June 2014,

アメリカの取締役会会長の独立性を巡る改革の推移と現状

https://www.spencerstuart.com/~media/PDF%20Files/Research%20and%20Insight%20PDFs/SSBI-2013_01Nov2013.pdf.

Standard and Poor's (2008) Criteria: GAMMA Scores, viewed 12 June 2014,

http://www.standardandpoors.com/servlet/BlobServer?blobheadername3=MDT-Type&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobheadervalue2=inline%3B+filename%3DGAMMA_Criteria_3%2C0.pdf&blobheadername2=Content-Disposition&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobkey=id&blobheadername1=content-type&blobwhere=1243620956395&blobheadervalue3=UTF-8.

The Business Roundtable (1997) *Statement on Corporate Governance*, viewed 27 April 2014,

<http://www.ecgi.org/codes/documents/businessroundtable.pdf>.

The California Public Employees' Retirement System (2011) *Global Principles of Accountable Corporate Governance*, viewed 25 April 2014,

<http://www.calpers-governance.org/docs-sof/principles/2011-11-14-global-principles-of-accountable-corp-gov.pdf>.

The State of Connecticut Retirement Plans & Trust Funds (2013) *Investment Policy Statement: Appendix B, Section I—Domestic Proxy Voting Policies*, viewed 25 April 2014,

<http://www.state.ct.us/ott/pensiondocs/IPStatement.pdf>.

Teachers Insurance and Annuity Association—College Retirement Equities Fund (2011) *TIAA-CREF Policy Statement on Corporate Governance 6th Edition*, viewed 25 April 2014,

https://www.tiaa-cref.org/public/pdf/pdf/governance_policy1.pdf.

Tonello, M. (2011) *Separation of Chair and CEO Roles, The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, viewed 1 April 2014,

<https://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2011/09/01/separation-of-chair-and-ceo-roles/>.

今西宏次『株式会社の権力とコーポレート・ガバナンス—アメリカにおける議論の展開を中心として—』文真堂、2006年。

佐久間信夫『企業支配と企業統治』白桃書房、2003年。

出見世信之『企業統治問題の経営学的研究—説明責任関係からの考察—』文真堂、1997年。

林順一 (2013) 「委員会設置会社導入の有無と企業の現金等保有高の関係分析—スチュワードシップ理論は日本企業の状況を適切に説明できるか—」『マネジメント・ジャーナル』第5号, 神奈川大学国際経営研究所, 53-65ページ。